

舍得酒业(600702)

报告日期: 2025 年 05 月 14 日

短期业绩承压，股权激励提振信心

——舍得酒业更新报告

投资要点

- ❑ **25Q1 公司实现收入 15.76 亿元，同比-25.14%；实现归母净利润 3.46 亿元，同比-37.10%；实现扣非净利润 3.43 亿元，同比-37.14%。**
- ❑ **公司坚持老酒战略，推进多品牌齐头并进。我们认为随着宏观经济政策发力+政商务消费需求恢复，公司盈利能力有望提升。**
- ❑ **产品结构承压，关注政商务消费需求恢复**
 - 1) 利润端: 25Q1 白酒收入 14.42 亿元，同比-26.5%，或因渠道库存消化，蓄力后续健康发展。25Q1 公司毛利率/净利率同比-4.8/-4.2pcts 至 69.4%/21.9%。25Q1 管理费用率同比-0.01pct 至 7.89%，未来有望继续下降。销售费用率同比+3.03pct 至 19.36%，我们认为或因春节期间市场费用投放力度加大。
 - 2) 资产端: 应收账款及票据 4.95 亿元（同比-19%，下同），存货 53.51 亿元（+18%），应付票据及账款 12.59 亿元（+22%），合同负债 2.06 亿（-12%），24 年末为 1.65 亿元。
 - 3) 现金流: 销售收现 16.23 亿（-15%），经营性净现金流为 2.24 亿（+107%）。
- ❑ **品味舍得短期承压，电商渠道增速较快**
 - 1) 分产品: 25Q1 中高档酒/普通酒实现收入 12.34 亿元/2.08 亿元，同比-28.46%/-12.59%。品味短期销售承压，舍之道受益 200 元价格带增长，增长保持相对稳健。
 - 2) 分区域: 25Q1 四川省内/省外收入为 4.94 亿元/9.49 亿元，分别同比-8.96%/-33.25%，省内表现相对优异。
 - 3) 分渠道: 25Q1 批发代理/电商收入 12.37 亿元/2.05 亿元，分别同比-32%/+37%，电商业务发展较快。25Q1 经销商较 24 年末净减 42 家至 2621 家。
- ❑ **股权激励提振信心，坚持老酒战略**
 - 1) 公司保持战略定力，坚持以老酒战略为基石，推动多品牌战略、年轻化战略和国际化战略齐头并进，并不断进化，继续实施生产系统的智能化升级改造，持续完善生态产业链，积极扩大产能，加强老酒储备，提升老酒品质。
 - 2) 公司 3 月 27 日发布股权激励方案，拟向公司董事高管等 168 人授予限制性股票不超过 203.66 万股（占总股本 0.61%），授予价 28.78 元/股。业绩考核目标为以 2024 年营收为基数，2025-27 年营收增长率不低于 20%/36%/55%，归母净利润增长率不低于 164%/231%/309%（满足其一即可）。
- ❑ **盈利预测及估值**

考虑到 25 年库存逐步去化，费用投放有望收缩，净利润有望提升，维持预测 2025~2027 年公司收入增速为 5.7%、6.2%、8.4%；上调归母净利润增速至 165%、25%、10%；当前股价对应 25 年 PE 为 20 倍，维持买入评级。
- ❑ **风险提示:** 消费恢复不及预期；市场竞争加剧；市场拓展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5357	5661	6014	6518
(+/-) (%)	-24.35%	5.67%	6.24%	8.37%
归母净利润	346	918	1150	1266
(+/-) (%)	-80.48%	165.40%	25.33%	10.09%
每股收益(元)	1.04	2.75	3.45	3.80
P/E	54.35	20.48	16.34	14.84

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

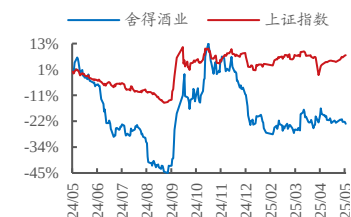
分析师: 张家祯
 执业证书号: S1230523080001
 zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
 执业证书号: S1230524100004
 manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 56.41
总市值(百万元)	18,791.44
总股本(百万股)	333.12

股票走势图



相关报告

- 《短期业绩承压，关注景气拐点》 2025.03.25
- 《业绩仍处于调整阶段，产品结构环比提升》 2024.11.01
- 《非主业拖累毛利+费用前置，Q2 利润低于预期》 2024.08.24

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7437	6887	7027	7603
现金	1543	1877	1993	2261
交易性金融资产	0	301	151	226
应收账款	463	373	449	502
其它应收款	55	48	52	59
预付账款	65	31	36	42
存货	5219	4159	4254	4420
其他	91	98	93	94
非流动资产	4365	5090	5963	6609
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	18	17	18	18
固定资产	2657	3309	4051	4765
无形资产	423	444	478	490
在建工程	824	980	1024	899
其他	443	340	393	437
资产总计	11802	11976	12990	14212
流动负债	4066	3071	3127	3310
短期借款	711	0	0	0
应付款项	1442	973	992	1095
预收账款	5	3	3	4
其他	1908	2095	2131	2211
非流动负债	605	561	571	579
长期借款	431	431	431	431
其他	174	130	139	148
负债合计	4671	3632	3697	3889
少数股东权益	323	309	291	271
归属母公司股东权	6808	8035	9002	10052
负债和股东权益	11802	11976	12990	14212

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(708)	2125	1272	1550
净利润	340	903	1132	1247
折旧摊销	197	225	278	339
财务费用	(26)	24	3	(0)
投资损失	10	(0)	1	4
营运资金变动	28	(197)	(25)	139
其它	(1257)	1171	(117)	(178)
投资活动现金流	(192)	(1385)	(981)	944
资本支出	(1189)	(1033)	(1065)	(929)
长期投资	(0)	3	(2)	0
其他	998	(355)	85	1873
筹资活动现金流	122	(407)	(176)	(229)
短期借款	711	(711)	0	0
长期借款	392	0	0	0
其他	(981)	304	(176)	(229)
现金净增加额	(778)	334	116	268

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5357	5661	6014	6518
营业成本	1847	1472	1506	1564
营业税金及附加	1042	872	950	1043
营业费用	1276	1245	1203	1304
管理费用	545	566	517	587
研发费用	95	85	90	98
财务费用	(26)	24	3	(0)
资产减值损失	(19)	0	0	0
公允价值变动损益	5	5	5	5
投资净收益	(10)	0	(1)	(4)
其他经营收益	14	17	16	16
营业利润	568	1419	1766	1940
营业外收支	(54)	(56)	(57)	(59)
利润总额	514	1363	1708	1881
所得税	173	460	576	634
净利润	340	903	1132	1247
少数股东损益	(5)	(14)	(18)	(20)
归属母公司净利润	346	918	1150	1266
EBITDA	749	1607	1985	2215
EPS（最新摊薄）	1.04	2.75	3.45	3.80

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-24.35%	5.67%	6.24%	8.37%
营业利润	-75.36%	149.93%	24.45%	9.86%
归属母公司净利润	-80.48%	165.40%	25.33%	10.09%
获利能力				
毛利率	65.52%	74.00%	74.96%	76.00%
净利率	6.35%	15.96%	18.83%	19.13%
ROE	4.71%	11.86%	13.04%	12.91%
ROIC	4.57%	10.75%	11.90%	11.80%
偿债能力				
资产负债率	39.58%	30.33%	28.46%	27.37%
净负债比率	24.92%	13.02%	13.06%	12.07%
流动比率	1.83	2.24	2.25	2.30
速动比率	0.55	0.89	0.89	0.96
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.48	0.48	0.48
应收账款周转率	21.41	24.72	25.96	25.56
应付账款周转率	2.01	1.59	2.15	2.01
每股指标(元)				
每股收益	1.04	2.75	3.45	3.80
每股经营现金	-2.12	6.38	3.82	4.65
每股净资产	20.44	24.12	27.02	30.17
估值比率				
P/E	54.35	20.48	16.34	14.84
P/B	2.76	2.34	2.09	1.87
EV/EBITDA	29.29	10.83	8.79	7.71

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>